

## Abante Quant Value Small Caps

**Narciso Benítez**, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, repasa en su carta la evolución del fondo en su primer año y explica que se ha realizado un cambio en el folleto para ajustar más las inversiones a las recomendaciones del algoritmo, lo que le permite seguir invirtiendo en los mismos países, “pero con mayor libertad a la hora de fijar los porcentajes individuales y los agregados por regiones”.

Benítez comenta que “el entorno bursátil a lo largo de este año ha sido **inusitadamente adverso** tanto para las estrategias *value* como para las cuantitativas en general”.

Respecto a la **distribución geográfica**, señala que “la presencia de acciones de la zona euro es reducida” y que la tendencia apunta a que seguirá disminuyendo, “porque se encuentran pocas empresas con las características de valoración, calidad y, sobre todo, buena dinámica de precios que el sistema del fondo demanda”. Por **sectores**, las principales divergencias con el índice son una mayor presencia en Industria y Materiales básicos y una infrarrepresentación del sector Financiero, Inmobiliario y Salud.

Benítez afirma que “la cartera actual tiene **excelentes características desde el punto de vista de valoración y calidad**”, con un PER promedio de aproximadamente 10. Además, las empresas que incluye en cartera “tienen muy poca deuda y, a menudo, posiciones sustanciales de efectivo”.

El gestor explica que en el contexto actual los fondos multifactor que se basan en *value*, *momentum* y calidad “están pasando por una fase inusitadamente difícil”. Y asegura que, “con probabilidad muy alta, estamos ante una **oportunidad excelente de inversión en estrategias cuantitativas**”. “Nadie puede decir cómo ni cuándo se va a cerrar esta brecha, pero es obvio que lo hará, porque no ha pasado nada este año que cambie los mercados más de todo lo acaecido en los últimos 300 años. Las empresas baratas, sólidas y que suben (como las de nuestra cartera) volverán a rentar más que las caras, poco fiables y que bajan”, concluye Benítez.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA



## Carta del gestor

Octubre El pasado 8 de noviembre se cumplió formalmente el primer año de andadura del fondo Abante Quant Value Small Caps. El valor liquidativo a cierre de ese día fue de 94,98, casi un 5% inferior al valor inicial, con una bajada algo mayor del 6% en lo que va de año. Estos números son frustrantes si los comparamos con la rentabilidad anualizada de la estrategia en el periodo 2012-2017, pero no tanto si tomamos en cuenta el entorno bursátil a lo largo de este año, inusitadamente adverso tanto para las estrategias *value* como para las cuantitativas en general.

La prensa se ha hecho eco en las últimas semanas de esta situación (véase por ejemplo "[The Agony of the value investor](#)", publicado en *The Economist* el pasado 25 de octubre, "[Quants are Facing a crisis of Confidence](#)", en Bloomberg el 8 de noviembre, o "[Los gurús de la Bolsa española pierden algo de magia](#)", en *El País* del 9 de noviembre). Por supuesto, el análisis *contrarian* más básico nos dice que cuantos más artículos informen de alguna alarmante y extrema tendencia bursátil, más probable es que dicha tendencia se invierta y el devenir de los mercados discorra en dirección opuesta.

### Cambio en el folleto

Hemos modificado el [folleto del fondo](#) para poder ajustar más nuestras inversiones a las recomendaciones del algoritmo. En concreto, hemos sustituido:

"Los emisores/mercados serán fundamentalmente de Europa, EEUU y Asia y el resto en Australia, Japón, Canadá, Latinoamérica y/u otros países incluyendo emergentes (la exposición a emergentes no superará el 25%). La exposición al riesgo divisa no superará el 80%."

Por:

"Los emisores y mercados serán principalmente de países de la OCDE, pudiendo invertir hasta un 25% en emisores y mercados de países emergentes. La exposición al riesgo divisa podrá oscilar entre un 0 y 100% de la exposición total."

Seguimos invirtiendo en los mismos países, pero con mayor libertad a la hora de fijar los porcentajes individuales y los agregados por regiones. Para paliar en parte la exposición al riesgo divisa, mantenemos una cobertura de una posición en yenes equivalente a cerca del 10% del fondo.

### Distribución geográfica y por sectores

A 8 de noviembre, los países que concentran mayor porcentaje de acciones son Japón (26,12%), Estados Unidos (13,02%), Reino Unido (11,73%), Australia (11,65%), Suiza (6,95%) y Canadá (6,92%). Además, tenemos aproximadamente un 3,16% del fondo en liquidez.

La presencia de acciones con domicilio en la zona euro es reducida, constituyendo tan sólo un 9,80% del fondo. Entre ellas, hay una sobrerrepresentación de países periféricos, por ejemplo, un 2,53% en Grecia y un 1,26% en Finlandia. La tendencia apunta a que continúe disminuyendo la



exposición a la zona euro, porque se encuentran pocas empresas con las características de valoración, calidad y, sobre todo, buena dinámica de precios que el sistema del fondo demanda.

Japón sigue siendo el país con más potencial en cuanto a valoraciones y calidad, sin embargo, el mediocre comportamiento de los precios hace que la porción de la cartera invertida en el mismo se haya ido reduciendo debido a la influencia negativa del componente *momentum*.

Ante la falta de compañías atractivas en la zona euro, y su relativa escasez en otros países de la OCDE, hemos quitado el tope al porcentaje invertido en Estados Unidos para ajustarlo más a las recomendaciones del algoritmo. Sin embargo, y a pesar de que EEUU abarca el 58% del índice mundial de *Small Caps*, las recomendaciones de compra siguen siendo escasas debido a las elevadas valoraciones del mercado estadounidense y la proporción de la cartera invertida en este país no supera el 15%.

Además de la presencia en Grecia ya mencionada, nuestras inversiones en países emergentes se limitan a un 1,89% adicional en una empresa de Rusia que cotiza en la bolsa de Londres y con amplias operaciones en Europa Occidental y Estados Unidos.

Respecto a nuestra distribución por sectores, las principales divergencias con el índice son nuestra mayor presencia en Industria (24,34% frente al 16,85%) y Materiales Básicos (15,65% frente al 7,11%). Por otra parte, están infrarrepresentados el sector Financiero (3,81% frente al 13,72%), el Inmobiliario (2,82% frente al 10,56%), el de Salud (2,62% frente al 11,43%). El sector de Materiales Básicos ha sufrido caídas considerables en los últimos meses, en particular las compañías madereras canadienses y las mineras australianas, lo cual ha provocado su salida de la cartera.

La cartera actual tiene excelentes características desde el punto de vista de valoración y calidad. El PER (*Price to earning ratio* o la relación entre precio y beneficio) promedio (pesado por la posición en la cartera) es de aproximadamente 10,05, que es un 61% de la cantidad equivalente (pesada por el volumen diario) del universo de inversión, 16,87.

Pero estas ratios son aún mucho más favorables si tenemos en cuenta que nuestras empresas tienen muy poca deuda y, a menudo, posiciones sustanciales en efectivo. Por ejemplo, el EBITDA *yield*, de nuestra cartera es un 16,9%, 2,28 veces superior al del universo de inversión; el *Book to Market* promedio (el inverso de la ratio precio/valor contable) es de 0,78, mientras que la cantidad equivalente para el mercado es 2,42 veces superior. Es decir, si tomamos en cuenta la deuda, las acciones en nuestra cartera son casi un 60% más baratas que la media de nuestro universo de inversión.

También son más sólidas a nivel contable, por ejemplo, su *Current Ratio* promedio es de 2,74 (que indica un amplio desahogo financiero en los próximos 2-3 años) comparado con 1,47 del mercado. La dinámica de precios de nuestra cartera también es claramente superior a la media, aunque se ha visto un tanto deteriorada por las bajadas del último año.

## La estrategia y su implementación práctica

El general prusiano Von Clausewitz decía que “no hay plan que sobreviva el contacto con el enemigo”; Mike Tyson, más gráfico, que “todo el mundo tiene un plan hasta que recibe un puñetazo en la cara”. Algo así ha ocurrido con los inversores cuantitativos tras el *VIX crash*, el derrumbe de las apuestas por la baja volatilidad que provocó una corrección bursátil a principios de febrero.

La inversión cuantitativa basada en anomalías (o factores) se fundamenta en observaciones del comportamiento de los mercados que se remontan, en algunos casos, al siglo XVII. Desde el punto de vista intelectual, es fascinante su persistencia temporal en mercados compuestos por activos muy diferentes a los actuales, desde los monopolios mercantilistas de los siglos XVII y XVIII, las compañías de ferrocarriles del XIX o los *trusts* y conglomerados del XX. Las anomalías parecen ser reflejo de características esenciales, inmutables, de la acción colectiva de los seres humanos. Esa persistencia multiseccular nos proporciona una confianza clave para afrontar los periodos de rendimientos mediocres como el actual.

Sin embargo, dada la relativa novedad del fondo, cabe preguntarse cómo se compara su rendimiento con el obtenido en el pasado reciente por la estrategia y si esta se ha visto afectada al incrementar significativamente la cantidad de activos bajo gestión. La respuesta es no. De haber dejado correr mi cartera individual durante el último año, sus resultados habrían sido un 4% inferiores a los del fondo. Además, la reciente bajada desde máximo a suelo (-15,1%) ha sido similar a otras en el pasado, como la habida en 2013, de un -15%. El diferencial negativo con el índice de referencia, el MSCI World Small Caps, ha llegado a un -9%, mientras que en 2014 alcanzó un -20% y a finales del 2016 un -10%.

Por tanto, el comportamiento actual es malo, pero no de manera excepcional respecto al mercado, sobre todo si se toma en cuenta el contexto presente. Por ejemplo, otros fondos multifactor, que se basan en *value*, *momentum* y calidad (aunque con distintas recetas y ámbito de aplicación) están pasando por una fase inusualmente difícil (“[The George Constanza Portfolio](#)”). El gestor del mayor *hedge fund* cuantitativo del mundo, Clifford Asness, intenta ilustrar lo insólito de la situación proponiendo el siguiente experimento mental: supongamos que un gestor invierte las reglas de compra basadas en las anomalías seculares antes mencionadas y, en lugar de apostar por acciones baratas, con buena calidad y momento, se la juega a empresas caras, “malas” y con pésima dinámica de precios.

Alguien así, como es de esperar, habría perdido dinero sistemáticamente, a una buena tasa anual... salvo en dos peculiares periodos temporales: 1999, en vísperas del pinchazo de las *dotcom* y durante este último año. Ni siquiera durante la crisis del 2008-2009 los modelos cuantitativos tuvieron una racha tan mala como la actual.

## Conclusión

La Física, una de las disciplinas académicas más arrogantes, tiende a tomarse las “leyes” de la Economía y las Finanzas con una pizca de sal, por decirlo de manera suave. Con la salvedad (al menos en el caso de este físico) de la ley de la regresión a la media. Si un sistema se comporta de manera más o menos aleatoria, dentro de un rango limitado de valores, durante periodos largos de

tiempo, y no hay cambios estructurales en el mismo, las desviaciones de la media histórica se acaban corrigiendo.

Eso quiere decir que, con probabilidad muy alta, estamos ante una oportunidad excelente de inversión en estrategias cuantitativas. Aparte de la “rentabilidad cesante” que no hemos tenido durante el último año, se acumula un 8-9% de diferencial negativo por debajo del índice. Nadie puede decir cómo ni cuándo se va a cerrar esta brecha, pero es obvio que lo hará, porque no ha pasado nada este año que cambie los mercados más de todo lo acaecido en los últimos 300 años. Las empresas baratas, sólidas y que suben (como las de nuestra cartera) volverán a rentar más que las caras, poco fiables y que bajan.

Un factor que nos dice que quizás no queda mucho para que este relevo se produzca, es la creciente atención mediática a los bajos rendimientos de las estrategias *value*, tanto en su vertiente tradicional como en la cuantitativa. Como comentábamos arriba, cada vez hay más historias en la prensa —a menudo con poco disimulada *schadenfreude*, júbilo— que describen las cuitas de los otros grandes inversores como Paramés, Einhorn o Asness. Eso siempre es un buen indicio.

Hasta entonces, queda recordar una de las máximas de Warren Buffett: “El mercado es un mecanismo para transferir dinero del impaciente al paciente”.

Gracias por su confianza y un saludo,

Narciso Benítez

---

**Si desea más información sobre este producto,**  
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada a 27/11/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.